

## Е. В. Дорохов

преподаватель

Московского государственного университета им. М.В. Ломоносова

# СТРУКТУРА РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА

Значительный вес в совокупности факторов, которые следует учитывать при изучении фондового рынка, имеют проблемы, подрывающие основы интереса российских инвесторов к вложению средств в ценные бумаги, которые могут нарушать справедливость ценообразования и равенство инвесторов на рынке. В том случае когда формирование цен определяется рядом искусственных факторов, когда на рынке не обеспечиваются условия, гарантирующие инвесторам возможность стабильного получения лучшей цены, когда нарушения этики ведения бизнеса на рынке ценных бумаг (клиентские и торговые практики) имеют устойчивый характер и создают атмосферу недоверия массовой клиентуры к финансовым посредникам, массовый выход инвесторов на рынок весьма затруднен.

Настоящая статья посвящена изложению тех длительных деформаций отечественного фондового рынка, неизбежно ограничивающих спрос на российские ценные бумаги и ликвидность рынка, которые препятствуют честному и справедливому ценообразованию. К числу таковых можно отнести олигополистичность и фрагментарность в присущей рынку структуре, а также его сверхконцентрацию на небольшом количестве акций.

Для российского рынка акций характерна, как следует из табл. 1, типичная ситуация существования олигополии: 15–25 универсальных банков и брокерских компаний, составляющих 5–20% числа компаний, заключающих сделки на организованных рынках, формируют 60–90% торгового оборота.

Таблица 1

### Характеристика олигополии на российском рынке акций

До кризиса августа 1998 г. — компании с оборотом более 25 млн. долл. в месяц			После кризиса августа 1998 г. — компании с оборотом более 5 млн. долл. в месяц		
число компаний	доля в общем числе компаний, заключивших сделки в РТС, %	доля в сделках с акциями, заключенных в РТС, %	число компаний	доля в общем числе компаний, заключивших сделки в РТС, %	доля в сделках с акциями, заключенных в РТС, %
22	январь 1998 г. 5,7	60,5	20	август 1998 г. 7,7	71,8
			11	октябрь 1999 г. 11,3	83,3
			33	октябрь 2000 г. 27,0	90,8
			12	С оборотом более 20 млн долл. 9,8	67,4
			22	декабрь 2001 г. 20,8	85,2
			7	С оборотом более 20 млн долл. 6,6	58,0
			25	декабрь 2003 г. 14,5	92,5
			11	С оборотом более 20 млн долл. 6,4	74,7

Источник: данные РТС — <http://www.rts.ru/>.

С другой стороны, очень высока степень концентрации российского рынка на нескольких акциях, прежде всего, акциях РАО ЕЭС. При этом не следует придавать особого значения тому факту, что в России к настоящему времени создано несколько сотен тысяч акционерных обществ, а на организованном рынке обращаются акции 230–250 российских компаний. В действительности сделки достаточно стабильно концентрируются вокруг нескольких эмитентов. Так, сделки с 4–5 акциями составляли в РТС 85–90% оборотов рынка (по данным за 1998–1999 гг.), сделки с 2–3 акциями (в том числе, РАО ЕЭС, Лукойл) — 55–65%.

Следует, однако, учесть, что произошедшая после 1999 г. переориентация торговой активности участников на ММВБ не позволяет отражать реальность только лишь на основе оценок, выполненных по данным РТС, в силу присущего им искусственного занижения степени концентрации рынка на нескольких акциях. Более точное представление об указанной степени концентрации можно получить с использованием информации по обеим ведущим российским биржам (см. табл. 2)<sup>1</sup>.

Таблица 2

### Концентрация рынка на нескольких акциях (ММВБ и РТС)<sup>2</sup>

Показатель	Октябрь 2000 г.			Октябрь 2001 г.			Декабрь 2002 г.			Декабрь 2003 г.		
	РТС	ММВБ	РТС + ММВБ	РТС	ММВБ	РТС + ММВБ	РТС	ММВБ	РТС + ММВБ	РТС	ММВБ	РТС + ММВБ
Доля 5 акций в объеме сделок с акциями, %	77,3	95,5	91,7	63,2	95,6	90,2	57,2	90,4	86,7	60,7	84,2	82,2
в том числе:												
РАО ЕЭС, %	39,3	85,8	76,0	24,3	74,1	64,9	25,0	69,9	64,9	24,4	53,0	50,6
Лукойл, %	14,3	3,7	5,9	20,9	11,3	12,9	15,5	6,3	7,4	17,5	12,8	13,2
Доля 5 акций в общем количестве акций, прошедших листинг, %	н/д	н/д	—	20,0	13,0	—	н/д	н/д	—	10,6	15,6	—

Очевидно, что в ситуации, когда на пяти акциях сосредоточено более 80% оборота организованного рынка, мы имеем дело с заведомо неустойчивой конструкцией, для которой характерна высокая степень концентрации рыночного риска. Особо следует отметить, что на долю акций РАО ЕЭС приходится 50–70% оборота рынка.

Остальные сегменты рынка ценных бумаг имеют тенденцию концентрации в рамках одного относительно изолированного фондового центра. Особенно проблематична фрагментарность для развития сегмента неликвидных и низколиквидных ценных бумаг региональных эмитентов, которые формируются на основе одной региональной торговой системы и изолированы от основной массы денежных потоков.

С целью анализа возможной специфики, присущей российскому фондовому рынку по сравнению с зарубежными, было проведено сопоставление уров-

<sup>1</sup> Вообще говоря, ценные бумаги эмитентов, являющихся «голубыми фишками», одновременно торгуются как на рынке акций с расчетами в рублях (ММВБ, биржевой рынок РТС), так и на рынке акций с расчетами в иностранной валюте (классический рынок РТС) и рынке депозитарных расписок. Отдельно функционирует рынок акций Газпрома.

<sup>2</sup> Учитываются акции РАО ЕЭС, Лукойла, Сургутнефтегаза, Ростелекома, ГКМ Норильский никель (расчеты сделаны по обыкновенным акциям эмитентов на основе информации ММВБ и РТС). При расчете количества акций, включенных в котировальные листы, обыкновенные и привилегированные акции одного и того же эмитента учитывались в качестве отдельных выпусков.

ней концентрации на 23 развитых и 75 формирующихся рынках (по данным FIBV Annual Reports). При этом уровень концентрации оценивался с помощью показателя процентной доли, занимаемой в капитализации или в объеме торговли акциями компаниями, на долю которых приходится 5% общей численности эмитентов, прошедших листинг, и которые являются крупнейшими по отношению к другим эмитентам (т. е. находятся на первых позициях по капитализации в списке эмитентов, прошедших листинг). Были получены следующие результаты:

80% формирующихся рынков имеют показатель концентрации в объеме сделок ниже 65%;

65% развитых рынков имеют показатель концентрации в объеме сделок ниже 65%.

Особенностью структуры отечественного рынка акций является также присущая ему фрагментарность. Фрагментарность российского рынка ценных бумаг характеризуется существованием чуть более десяти относительно изолированных фондовых центров, отличающихся непропорциональным распределением и элементов рынка ценных бумаг, и торговой активности между ними<sup>1</sup>.

На российском рынке ценных бумаг существует как технологическая, информационная, организационная, пространственная, так и временная фрагментарность.

Технологическая фрагментарность связана с тем, что каждый фондовый центр работает на основе собственного программно-технологического комплекса, имеет разный уровень развития технологий электронной биржевой торговли, использует разные режимы торговли для одних и тех же инструментов. Встроенность депозитарных и расчетно-клиринговых систем в торговый комплекс фондовых бирж усложняет взаимодействие между фондовыми центрами. В распределении депозитарных и расчетно-клиринговых организаций на российском рынке ценных бумаг прослеживается децентрализованный подход с элементами централизованно-распределенного подхода. Это затрудняет обмен потоками заявок и денежных средств между фондовыми центрами.

Информационная фрагментарность проявляется в различиях схем доступа к платной информации, различиях форм предоставления общих блоков информа-

<sup>1</sup> Под фондовыми центрами понимаются места сосредоточения элементов структуры рынка ценных бумаг вокруг торговых площадок. Особенности формирования фондовых центров на российском рынке ценных бумаг определяются большим количеством фондовых бирж, характеризующихся непропорциональным участием в общеторговом обороте. По данным ФСФР России, на конец 2004 г. было зарегистрировано 9 организаторов торговли ценными бумагами. Фактически действующими являлись 4 торговые площадки: ММВБ, РТС, МФБ, фондовая биржа «Санкт-Петербург» и 7 региональных валютных бирж, связанных системой договорных отношений с ММВБ: Санкт-Петербургская валютная биржа, Ростовская валютно-фондовая биржа, Сибирская межбанковская валютная биржа, Уральская региональная валютная биржа, Самарская валютная межбанковская биржа, Нижегородская валютно-фондовая биржа и Азиатско-Тихоокеанская межбанковская валютная биржа.

Безусловное первенство в торговле ценными бумагами по итогам последних лет принадлежит ММВБ – 80% всего торгового оборота. Второе место занимает РТС (15% общеторгового оборота). Третье место удерживает Санкт-Петербургская валютная биржа за счет рынка государственных облигаций Санкт-Петербурга. Благодаря развитию совместного с РТС сегмента биржевого рынка акций за 2001–2003 гг. доля фондовой биржи «Санкт-Петербург» выросла с 1 до 3%. Доля остальных торговых площадок в общеторговом обороте не превышала 1%. Фактически российский рынок ценных бумаг представлен двумя торговыми площадками – РТС и ММВБ (более 90% рынка). Позиции же региональных бирж определяются успешностью выстраивания взаимоотношений с ведущими фондовыми биржами.

ции и систем кодификации ценных бумаг, трудностях консолидации биржевой информации.

Организационная фрагментарность заключается в том, что за каждым фондовым центром закреплена собственная группа профессиональных участников, состав которой почти не совпадает с составом других фондовых центров. Это ограничивает доступ участников на разные торговые площадки. Система доступа ценных бумаг к обращению на российском рынке ценных бумаг отличается широкими возможностями для распространения практики кросс-листинга. Тем не менее, она носит одноуровневый и изолированный пределами фондовых центров характер. В результате эмитент ограничивает свой интерес к организованному рынку одной торговой площадки или вообще теряет стимулы к выходу на организованный рынок. Как показывает проведенный ниже анализ состава ценных бумаг, допущенных к обращению на фондовых биржах, весьма характерны незначительный объем общих для бирж ценных бумаг и незначительное количество ценных бумаг эмитентов, прошедших процедуру листинга хотя бы на одной из торговых площадок.

Итогом пространственной фрагментарности становятся выраженные диспропорции в развитии российского рынка ценных бумаг. Это высокая доля внебиржевого оборота, значительный размер рынка депозитарных расписок на акции российских эмитентов, наличие доминантных и зависимых в ценообразовании площадок, нецелесообразная сегментация фондового рынка, превалирование информированных участников, ограничение торгового интереса акциями небольшого количества эмитентов.

Существующие временные барьеры дают участникам разных часовых поясов неравные возможности доступа к торгам в удобное для них время. В совокупности перечисленные барьеры укрепляют пространственную фрагментарность.

Требования к процедурам листинга у российских фондовых бирж различаются незначительно. Несколько большей жесткостью отличаются правила листинга котировального листа первого уровня в системе РТС (требования к минимальному размеру чистых активов в 6 раз выше, а к минимальному размеру среднего оборота ценных бумаг за последние шесть месяцев в 15 раз выше, чем по остальным биржам). В отношении корпоративных облигаций и паев правила листинга одинаковы на всех биржах. При этом правила вторичного листинга большинства российских бирж остаются нестрогими. Ценные бумаги могут быть включены в котировальные листы на основании соглашения между биржами о порядке совместного проведения процедур листинга и при условии прохождения процедуры предыдущего листинга на фондовой бирже с требованиями на уровне не ниже, чем у данной биржи. Вместе с тем, существование фондовых центров требует многократного внесения платы за листинг в каждую из торговых систем. В результате эмитент ограничивает свой интерес пределами одной, как правило, наиболее ликвидной торговой площадки.

Анализ состава ценных бумаг, допущенных к обращению на фондовых биржах России, демонстрирует относительно небольшой размер общих для бирж ценных бумаг. В сводном списке РТС по состоянию на конец 2004 г. насчитывалось 238 простых и привилегированных акций 167 эмитентов и 42 облигации 20 эмитентов. В котировальные листы ММВБ первого и второго уровня, а также в перечень внесписочных бумаг включены 95 эмитентов акций и 137 простых и привилегированных акций, а также 241 облигация 179 эмитентов. Сравнение списков простых и привилегированных акций, допущенных к обращению в РТС и ММВБ, показывает, что данные биржи имеют общие рынки по 61 обыкновенной акции и 30 привилегированным. Третья по объему торгового оборота московская биржа МФБ имеет в котировальных листах 30 общих бумаг с ММВБ, из них 14 — облигации Правительства Москвы и 16 — простые и привилегированные акции эмитентов. Для МФБ и РТС из 23 акций, допущенных к обращению на МФБ, общими являются 14 простых и привилегированных ак-

ций. На фондовой бирже «Санкт-Петербург» обращаются акции только одного эмитента — ОАО Газпром.

Таким образом, существует целая группа наиболее ликвидных акций, которые допущены к обращению одновременно в нескольких крупнейших российских торговых системах<sup>1</sup> (см. табл. 3). Например, в конце 2004 г. акции более 30% эмитентов (65 эмитентов) одновременно обращались либо на ММВБ и РТС, либо на ММВБ, РТС и Московской фондовой бирже, либо на ММВБ, РТС и Санкт-Петербургской валютной бирже. При этом акции таких крупных эмитентов, как Лукойл, РАО ЕЭС, Сургутнефтегаз, обращались практически во всех рассмотренных российских торговых системах.

Таблица 3

### Распределение эмитентов акций по листингу на российских фондовых биржах<sup>2</sup>

	Всего на 5 биржах	Из них обращаются на биржах (декабрь 2004 г.):						
		ММВБ + РТС	только ММВБ	только РТС	только Санкт-Петербург	ММВБ и/или РТС + МФБ	только МФБ	ММВБ и/или РТС + СПВБ
Число эмитентов	204	62	33	104	1	12	5	3
Доля, %	100	30,4	16,2	51,0	0,5	6,9	2,5	1,5

Источник: ММВБ — <http://www.micex.ru/>; МФБ — <http://www.mse.ru/>; Фондовая биржа «Санкт-Петербург» — <http://spbex.ru/>; Санкт-Петербургская валютная биржа — <http://spcex.ru/>

Вторичный листинг распространен и между иностранными торговыми площадками и российскими фондовыми биржами. Эмитент может пройти процедуру листинга на иностранной фондовой бирже только после прохождения процедуры листинга на одной из российских бирж<sup>3</sup>.

С другой стороны, для торговых систем характерна общность не только в совокупности обращающихся на них акций. Параллельно с этим сложилась и группа наиболее активно работающих брокеров-дилеров, которые одновременно принимают участие в работе 3–4 торговых систем (табл. 4). Так, например, 42% наиболее активных брокеров-дилеров ММВБ совершает операции на четырех торговых площадках, являясь при этом также членами РТС, фондовой биржи «Санкт-Петербург», Московской фондовой биржи. 90% работает в трех торговых системах, включая ММВБ (см. табл. 4), примерно 98% — на ММВБ и одновременно еще в одной торговой системе<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Можно выделить две причины, стимулирующие эмитентов к представлению своих акций для обращения на разных фондовых биржах (кросс-листингу). Это защита от враждебного поглощения компании путем скупки акций на открытом биржевом рынке и обеспечение допуска к торговле собственными акциями большего количества участников. До тех пор пока состав членов бирж различается, практика вторичного листинга будет привлекательна для наиболее крупных и хорошо известных компаний.

<sup>2</sup> В число эмитентов включены предприятия, чьи акции находятся в котировальных листах 1-го и 2-го уровней или допущены к обращению в рамках внесписочных листов. В связи с учетом одних и тех же акций в различных группировках, отражаемых в столбцах таблицы, показатель «всего на биржах» не совпадает с суммой показателей по отдельным столбцам таблицы.

<sup>3</sup> Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг № 3 от 03.03.2001 г.

<sup>4</sup> Вместе с тем хотя у торговых систем существует общее ядро (обращаются одни и те же акции, осуществляют операции одни и те же брокеры-дилеры), однако у них отсутствуют кросс-листинг, взаимное членство, унификация технологий (различны терминалы, системы представления информации и т. п.), межбиржевые технологии ввода приказов на рынок, на котором в данный момент времени сложились лучшие цены.

Таблица 4

Распределение брокеров-дилеров по членству на российских фондовых биржах<sup>1</sup>

Всего	Из 50 наиболее активных участников рынка ценных бумаг ММВБ (октябрь 2004 г.) являются членами						
	Всего	ММВБ + РТС + МФБ + биржа «Санкт-Петербург»	ММВБ + РТС + биржа «Санкт-Петербург»	ММВБ + РТС + МФБ	ММВБ + МФБ	ММВБ + РТС	только ММВБ
Число брокеров-дилеров	50	21	24	0	1	3	1
Доля, %	100,0	42,0	48,0	0,0	2,0	6,0	2,0

Дискриминация в распределении доходов инвесторов представляет собой важную диспропорцию, наблюдаемую на российском рынке ценных бумаг. Сложившаяся структура рынка ценных бумаг отвечает интересам крупных информированных инвесторов. Она отличается концентрацией торговой активности в пределах двух фондовых центров (РТС и ММВБ), низким уровнем информационной прозрачности, возможностью неанонимной торговли и торговли с расчетами через офшорные зоны, ориентацией всех режимов торговли на торговлю крупными лотами (за исключением режима неполных лотов ММВБ) и т. д. Следствием этого становится превалирование крупных игроков на рынке ценных бумаг. Так, в 2004 г. 12 ведущих операторов рынка акций ММВБ обеспечивали почти 70% всего оборота в сегменте рынка акций ММВБ<sup>2</sup>. В системе РТС этот показатель еще выше. Вследствие того, что в своем развитии структура эволюционирует в сторону наиболее активных участников, представляется, что данная диспропорция будет иметь тенденцию к закреплению.

Приведенные сведения также свидетельствуют о том, что, несмотря на отмеченную общность состава брокеров-дилеров и обращающихся ценных бумаг для различных отечественных торговых систем, российский фондовый рынок отличается фрагментарностью. Его характерными чертами являются разделенность на мелкие сегменты, формируемые отдельными торговыми системами; существование информационных барьеров между ними; затрудненность доступа различных групп инвесторов и финансовых посредников; нарушение принципа свободного и честного ценообразования на открытом и эффективном рынке (например, приказ должен вводиться именно в ту торговую систему, в которой в данный момент времени сложился лучший курс ценной бумаги).

В результате возникают значительные различия курсов одной и той же ценной бумаги, обращающейся на различных рынках, которые имеют искусственный характер и при этом заметно ослабляют способность инвесторов получить наилучшую цену<sup>3</sup>. Однако в соответствии с положениями общей экономической теории только такая способность является важнейшим условием честного

<sup>1</sup> По данным ММВБ, РТС, МФБ, Фондовой биржи «Санкт-Петербург».

<sup>2</sup> По данным ММВБ, СКРИН (Система раскрытия информации – <http://www.skrin.ru/>), рейтингового агентства РБК.Рейтинг (<http://rating.rbc.ru/>).

<sup>3</sup> Так, по акциям Газпрома в течение сентября 2001 г. цены закрытия биржи «Санкт-Петербург» отклонялись от цен, сформировавшихся на Московской фондовой бирже, 4 сентября – на 1,9%, 25 сентября – на 1,7%, 26 сентября – на 2,4%. Средняя цена акций Газпрома в Санкт-Петербурге 17 сентября отличалась от ценового уровня МФБ на 9,2%, 26 сентября – на 2,0%. Еще более значительные различия в ценах акций Газпрома наблюдались между Московской и Екатеринбургской фондовыми биржами (необходимо, однако, при этом учитывать, что между Москвой и Екатеринбургом существует разница во времени).

и справедливого механизма ценообразования, без которого невозможно гармоничное развитие фондового рынка в целом.

Фондовый рынок, который характеризовался бы справедливостью ценообразования, является важным условием устойчивого развития экономики России. В то же время фрагментарность рынка ценных бумаг приводит к тому, что на фоне роста капитализации и торгового оборота сохраняется невысокая активность выпуска ценных бумаг со стороны эмитентов. С повышением темпов экономического роста капитализация фондового рынка России за период с 2000 г. по 2003 г. выросла почти в 4,5 раза. Для сравнения можно отметить, что за тот же период объем фондового рынка Италии снизился на 20%, Бразилии и Мексики — не изменился, Польши — вырос на 20%. При этом вклад организованного рынка акций (с учетом ADR) и корпоративных облигаций в привлечение инвестиций составляет 15% от всего размера инвестиций в основной капитал при дефиците инвестиций через фондовый рынок в 30% от размера амортизационных отчислений<sup>1</sup>. Для сравнения можно привести следующие цифры по США: доля рынка акций в инвестициях в основной капитал составляет 20% при их профиците к амортизационным отчислениям в 125%<sup>2</sup>.

Кроме того, фрагментарность рынка ценных бумаг усиливается и фактом осуществления основного объема операций в долларах США во второй по значению отечественной торговой системе — РТС. Это возводит дополнительный валютный барьер между рынками в силу того, что на ММВБ измерение цен и сделок производится в рублях. Имеется также ряд искусственно введенных ограничений на обращение акций ОАО Газпром на ММВБ и в РТС, что теоретически открывает широкие возможности для манипулирования рынком и нарушения условий равной конкуренции.

Существование отмеченных барьеров во взаимодействии между фондовыми центрами приводит к выраженным диспропорциям в развитии российского рынка ценных бумаг. В первую очередь, это проявляется в том, что сегментация фондового пространства является экономически нецелесообразной. На российском рынке ценных бумаг фондовые биржи являются универсальными, т. е. организуют одновременно несколько сегментов рынка ценных бумаг. В итоге сегментация рынка определяется не инвестиционными характеристиками торгуемых инструментов, а наличием структурных барьеров между фондовыми центрами.

В составе рынка акций можно выделить такие сегменты, как рынок акций ММВБ, биржевой рынок акций РТС и фондовой биржи «Санкт-Петербург», классический рынок акций РТС, рынок акций ОАО Газпром МФБ, рынок акций ОАО Газпром фондовой биржи «Санкт-Петербург», внебиржевой неорганизованный рынок акций, рынок ADR на акции российских эмитентов, обращающихся за рубежом.

На рынке корпоративных облигаций выделяются следующие сегменты: рынок корпоративных облигаций ММВБ, рынок корпоративных облигаций РТС (RTS Bond), внебиржевой рынок корпоративных облигаций, рынок корпоративных облигаций региональных эмитентов Санкт-Петербургской валютной биржи и Сибирской межбанковской валютной биржи.

Рынок государственных ценных бумаг представлен сегментом ценных бумаг Правительства РФ, обращение которых полностью сосредоточено в секции фондового рынка ММВБ, сегментом субфедеральных ценных бумаг в составе

<sup>1</sup> По данным Центрального банка России (<http://www.cbr.ru/>), Минэкономразвития России (<http://www.economy.gov.ru/>), Госкомстата России (<http://www.gks.ru/>).

<sup>2</sup> Участие фондового рынка в финансировании производства определяется как сумма итогов размещения первичных и вторичных эмиссий ценных бумаг на ведущих торговых площадках США — NYSE, NASDAQ и AMEX.

ММВБ, МФБ, Санкт-Петербургской валютной биржи, Сибирской межбанковской валютной биржи, еврооблигациями в составе зарубежных торговых площадок, ММВБ и РТС. Действующие секции производных финансовых инструментов на ценные бумаги имеют ММВБ (секция срочного рынка), РТС совместно с фондовой биржей «Санкт-Петербург» (рынок FORTS), Санкт-Петербургская валютная биржа.

Главной причиной нарушения справедливости ценообразования является такая особенность российского фондового рынка, как высокая доля неорганизованного внебиржевого торгового оборота, формирующего дополнительный сегмент рынков акций, корпоративных облигаций, субфедеральных и муниципальных ценных бумаг. Неорганизованный внебиржевой рынок ценных бумаг в России отличается низким уровнем организации и низкой информационной прозрачностью, что исключает названные сегменты из ценообразовательного процесса. При этом оборот внебиржевого рынка акций на уровне, например, Северо-Западного и Центрального федеральных округов, по экспертным оценкам, в 2,5 раза превосходит оборот в сегменте рынка акций фондовых бирж. Высокая доля внебиржевого оборота объясняется тем, что количество предприятий-эмитентов, бумаги которых не обращаются на организованном рынке, представляет 99% от общего количества акционерных обществ, зарегистрированных в России. Внебиржевая торговля оказывается предпочтительнее для соблюдения условий конфиденциальности сделок, минимизации затрат, избежания эффекта воздействия крупной заявки на равновесную цену, сложившуюся на рынке. Именно поэтому внебиржевой рынок оттягивает на себя и часть оборота по ценным бумагам, активно торгующимся на организованном рынке. По экспертным оценкам, внебиржевой оборот рынка акций, обращающихся на фондовых биржах России, составляет 50% биржевого оборота, рынка корпоративных облигаций — 70%. Это означает, что рыночная цена на акции и облигации устанавливается на основе учета только 60–70% всего предъявляемого спроса и предложения на конкретные ценные бумаги.

Признаки нарушения справедливого ценообразования проявляются и в существовании значительного по объему рынка депозитарных расписок на акции российских эмитентов. Рынок депозитарных расписок на акции российских эмитентов не является сегментом российского рынка ценных бумаг из-за дополнительных административно-правовых, технологических, временных барьеров. Однако значительный объем торгового оборота по депозитарным распискам, сопоставимый с оборотом на российском рынке ценных бумаг, создает условия для активного информационного взаимодействия зарубежного сегмента с российскими. Наличие барьеров между ними может усилить информационную асимметрию.

Интегрированный рынок подразумевает единую цену конкретной ценной бумаги на разных торговых площадках в каждый момент времени. Различия в ценах на разных торговых площадках на таком рынке обусловлены случайными причинами. Эти различия имеют свойство быстро выравниваться, и их появление не носит систематического характера. Напротив, в условиях фрагментарности различия в динамике цен носят устойчивый характер и выражаются в существовании доминантных и зависимых с точки зрения ценообразования торговых площадок. Тестирование согласованности движения цен на фондовых биржах может быть проведено с использованием стандартного метода определения взаимовлияния экономических переменных друг на друга, предложенного К. Гренджером. Модель Гренджера позволяет выявить отношения зависимости торговых площадок через анализ динамики рядов цен на одну и ту же ценную бумагу на разных торговых площадках за один и тот же период времени. Показателем зависимости процесса ценообразования на одной торговой площадке от цены, установившейся на другой торговой площадке, является вероятность, с которой мы можем принять нулевую гипотезу Гренджера (утверждение о неза-



висимости динамики цен одной торговой площадки от другой). Низкая вероятность подтверждения гипотезы о независимости рядов цен (меньше 0,05 — наличие причинности по Гренджеру) будет свидетельствовать о том, что верно обратное утверждение, т. е. динамика цен одной торговой площадки зависит от динамики цен другой торговой площадки.

Модель Гренджера была применена к динамике цен на акции ОАО «ЛУКОЙЛ», ОАО «Сургутнефтегаз», ОАО «Ростелеком» и ОАО «Мосэнерго». В качестве базы для анализа использовались данные по ценам закрытия обыкновенных акций этих эмитентов в системах ММВБ, РТС и ценам закрытия ADR на акции этих эмитентов в системе Лондонской фондовой биржи за период с 03.05.2001 г. по 02.08.2002 г. Данные по ценам заключения сделки в системе ММВБ переводились в долларовый эквивалент по официальному курсу доллара США, установленного ЦБ РФ на каждый день проведения торгов. Рынки рассматриваемых ценных бумаг отличаются разной структурой оборота по торговым площадкам. Рынок акций сырьевых предприятий (ОАО «Сургутнефтегаз», ОАО «ЛУКОЙЛ») больше ориентирован на внешний рынок (60–80% торгового оборота). Рынок акций ОАО «Ростелеком» и ОАО «Мосэнерго» сконцентрирован на внутреннем сегменте (на торговый оборот в системе РТС и ММВБ приходится 80–90% торгового оборота).

Из попарно рассматриваемых торговых площадок первенством в ценообразовании обладает Лондонская фондовая биржа. Она задает динамику цен на обыкновенные акции ОАО «Ростелеком» и ОАО «Мосэнерго» в системе ММВБ, ОАО «Мосэнерго» и ОАО «Сургутнефтегаз» в системе РТС. Двухсторонняя зависимость лондонской и одной из российских фондовых бирж в ценообразовании наблюдается только на рынке обыкновенных акций ОАО «Сургутнефтегаз» в системе ММВБ и ОАО «Ростелеком» в системе РТС. Среди российских торговых площадок доминирование ММВБ или РТС зависит от рынка конкретной ценной бумаги. Восприимчивыми к ценовой динамике в системе ММВБ являются такие ценные бумаги в системе РТС, как обыкновенные акции ОАО «Мосэнерго» и ОАО «Ростелеком». Данная ситуация отражает более высокий торговый оборот по этим ценным бумагам в системе ММВБ.

Результаты применения метода Гренджера позволяют сделать следующие выводы:

— в процессе установления рыночной цены на ценные бумаги российских эмитентов принимают участие все торговые площадки, являющиеся местом их обращения;

— существование сегмента ликвидных акций российских эмитентов в составе нескольких торговых площадок приводит к сложной схеме движения информационных потоков, участвующих в ценообразовании;

— наличие доминантных и зависимых торговых площадок, организующих рынок общих ценных бумаг, свидетельствует о фрагментарности сегмента ликвидных акций российских эмитентов.

Сложность фрагментарности на российском рынке ценных бумаг заключается в том, что межбиржевые отношения принимают форму конкуренции, усиливающей взаимозаменяемость биржевых услуг и ускоряющих процесс универсализации торговых площадок. Конкуренция между российскими биржами ориентирована на привлечение максимально полного числа потребителей биржевых услуг и проявляется в виде неценовой и ценовой конкуренции. Неценовая конкуренция выражается в дифференциации биржевого продукта по количеству и видам торгуемых инструментов и по применяемым механизмам торговли.

Расширение количества и видов торгуемых инструментов происходит за счет появления в обороте новых инструментов (продуктов финансового инжиниринга), распространения практики вторичного листинга (совокупность процедур по допуску ценных бумаг к обращению на второй и последующих биржах) и вклю-

чения в биржевой оборот традиционных видов инструментов, ранее не обращавшихся на организованном рынке в России<sup>1</sup>.

Анализ показывает, что вновь возникшие сегменты имеют тенденцию концентрироваться в рамках одной торговой площадки. Так, торговля в российском сегменте еврооблигаций и корпоративных облигаций сосредотачивается на ММВБ, а производных финансовых инструментов — в системе РТС<sup>2</sup>. Поэтому в целом дифференциация биржевого продукта за счет организации торгового оборота по большому числу инструментов не приводит к росту уровня кросс-листинга между торговыми площадками. Закрепление за каждой торговой площадкой собственной группы участников стимулирует концентрацию торговли новыми фондовыми инструментами в рамках той площадки, участниками которой его развитие востребовано в наибольшей степени.

Вторым направлением неценовой конкуренции является использование альтернативных торговых механизмов по одной и той же ценной бумаге. В российских условиях применяется организация нескольких режимов торговли для одних и тех же ценных бумаг. Это режим основных торгов, «неполных лотов», режим переговорных сделок на ММВБ, биржевой рынок РТС в альянсе с фондовой биржей «Санкт-Петербург», классический рынок РТС. Создание дополнительных механизмов торговли для одних и тех же инструментов используется для приобретения конкурентных преимуществ в отношении перспективной группы участников — российских институциональных и розничных инвесторов<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Начало разработки проектов новых биржевых инструментов приходится на 2001 г. (RTS-Quadro РТС, расчетные фьючерсы на фондовый индекс RUX МФБ, возможности конвертации ADR на российские акции в собственно акции и обратно со стороны РТС, планы по организации торговли фьючерсами на электроэнергию ММВБ). В условиях низкого уровня насыщенности рынка денежными средствами данные проекты так и не нашли своего потребителя.

Дополнительные сегменты традиционных инструментов стали создаваться с 2002 г. Вначале на РТС (январь 2002 г.), а через несколько месяцев — на ММВБ (апрель 2002 г.) была организована торговля еврооблигациями. Параллельно с ММВБ начинает развиваться собственный рынок корпоративных облигаций Группа РТС. В свою очередь, в апреле этого же года ММВБ на фоне успешного развития срочного рынка FORTS со стороны РТС и фондовой биржи «Санкт-Петербург» организует сегмент производных финансовых инструментов.

<sup>2</sup> Данное разделение торговых сегментов объясняется разным составом клиентов бирж. Основную группу участников ММВБ представляют крупные банковские организации. Специфика банков — членов ММВБ заключается в активном присутствии на рынках инструментов с фиксированной доходностью — государственных и корпоративных облигаций, инструментов денежного рынка. Банками востребована организация срочных контрактов на инструменты денежного рынка или рынка корпоративных облигаций. Клиентура РТС — небольшие брокерско-дилерские компании, которые более свободно могут использовать сложные финансовые инструменты в своих спекулятивных и инвестиционных стратегиях. Для таких участников интересна организация торговли срочными инструментами с базовыми активами в форме долевых ценных бумаг.

<sup>3</sup> Например, введенный в 1999 г. режим переговорных сделок на ММВБ (повторяет преимущества дилерского рынка РТС) обеспечивает до 40% всего оборота на ММВБ. С открытием биржевого рынка акций в сентябре 2002 г. произошло перераспределение торгового оборота со стороны классического рынка РТС с расчетами в долларах в пользу биржевого рынка РТС и фондовой биржи «Санкт-Петербург» с расчетами в рублях без роста доли РТС в торговом обороте всего фондового рынка. Таким образом, сохраняется тенденция к ограничению операций на классическом рынке РТС спросом на услуги биржи со стороны иностранных участников. Новым направлением использования альтернативных механизмов торговли становится развитие Интернет-трейдинга, ориентированного на розничных инвесторов. Российские Интернет-брокеры к середине 2003 г. обеспечивали более 80% оборота ММВБ по количеству сделок. Интернет-трейдинг и развитие альтернативных механизмов торговли частично снимают технологические барьеры для взаимодействия торговых площадок.

Еще одним направлением неценовой конкуренции становится увеличение временного периода торговой сессии. Это позволяет территориально расширять охват участников<sup>1</sup>.

Ценовая конкуренция имеет следствием снижение прямых транзакционных издержек. В последнее время все российские биржи осознали жизненную необходимость этого шага. Тем не менее, конкуренция между торговыми площадками одних и тех же групп потребителей биржевых услуг не является достаточным условием для самостоятельного преодоления рынком ценных бумаг структурных барьеров и роста общего уровня интеграции рынка. В настоящий момент сложилась ситуация невзаимозаменяемости конкурентных преимуществ российских торговых систем, усложненная формами несовершенной конкуренции.

В заключение обсуждения вопроса о рыночной структуре фондового рынка следует также отметить, что незначительность его доли в финансировании воспроизводственных процессов привела к формированию узкоотраслевого представления эмитентов на организованном рынке. Предприятия топливно-энергетического комплекса обеспечивали на начало сентября 2004 г. 60% всей капитализации российского фондового рынка и в то же время занимали всего лишь 18% в структуре промышленного производства<sup>2</sup>. Доля отраслей обрабатывающей промышленности, финансового и телекоммуникационного секторов составляла 16,3% (для сравнения: в Бразилии — 71%, в Турции, Польше и Чехии — более 90%). Первое место по объему промышленного производства (20%) имели машиностроение и металлообработка, однако в структуре суммарной капитализации данная отрасль была представлена всего 1,5%.

---

<sup>1</sup> Так, ММВБ в мае 2002 г. увеличила торговую сессию на 1,5 часа. Нововведение преследовало цель привлечения частных инвесторов, большая часть которых предпочитает вечерние часы торговли. В июле 2002 г. ММВБ вышла с инициативой организации уже круглосуточного режима торгов, ориентируясь на интересы интернет-операторов. В ответ торговая система РТС увеличила продолжительность торговли на рынке FORTS на 1,5 часа. С 30.07.2003 г. была увеличена торговая сессия на биржевом рынке акций РТС, продолжительность и время проведения которой сравнялось со временем проведения торговой сессии на ММВБ.

<sup>2</sup> Источник: данные Госкомстата России, рейтингового агентства «Эксперт РА» (<http://www.raexpert.ru/>).